

## **BAB II**

### **TINJAUAN LITERATUR**

#### **2.1 Pengantar**

Pada bagian ini akan dibahas tinjauan literatur. Tinjauan literatur yang dibahas adalah mengenai bagaimana teori dan metode yang ada dapat membantu memecahkan permasalahan penelitian. Selain itu, pada bab ini juga akan dibahas bagaimana penelitian sebelumnya memecahkan masalah serupa.

#### **2.2 Teori Kebijakan Struktur Modal**

Untuk dapat memecahkan permasalahan, maka penelitian harus memiliki landasan teori yang kuat. Teori yang dipakai dalam penelitian ini adalah teori tentang kebijakan struktur modal. Ada beberapa teori kebijakan struktur modal yang dikemukakan oleh beberapa pakar. Namun yang dijadikan dasar penelitian ini adalah teori yang diungkapkan oleh Miller dan Modigliani (*MM Theory*).

Teori mengenai kebijakan struktur modal berdasarkan tujuan dari manajemen keuangan, yaitu untuk memaksimalkan kepentingan para pemegang saham. Maksimalnya kepentingan para pemegang saham sejalan dengan maksimalnya nilai dari perusahaan itu sendiri. Oleh karena itu, dengan mengusahakan memaksimalkan nilai dari perusahaan, maka kepentingan para pemegang saham juga ikut dimaksimalkan.

Nilai dari perusahaan merupakan gabungan dari nilai hutang dan nilai modal sendiri. Berapa persentase nilai hutang dan berapa persentase nilai modal sendiri pada perusahaan itulah yang disebut struktur modal. Perubahan struktur modal ini dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Para manajer harus memilih struktur modal yang dipercaya akan menghasilkan nilai perusahaan yang paling tinggi. Hal ini diharapkan juga akan dapat memaksimalkan kepentingan para pemegang saham. Inilah yang menjadi ide pokok dari teori-teori kebijakan struktur modal yang ada.

Salah satu teori kebijakan struktur modal yang paling terkenal dan dipakai dalam penelitian ini adalah teori yang diungkapkan oleh Modigliani dan Miller (MM) pada suatu makalah pada bulan Juni 1958 (Ross, Westerfield, Jaffe, 2005, hal. 407). MM mengungkapkan pendapat bahwa suatu perusahaan tidak dapat mengubah total nilai surat berharganya dengan mengubah proporsi struktur modalnya. Dengan demikian, nilai suatu perusahaan selalu sama pada struktur modal yang berbeda-beda. Dengan kata lain, tidak ada suatu struktur modal yang lebih baik atau lebih buruk dari struktur modal lainnya bagi para pemegang saham. Pernyataan MM ini biasa disebut Proposisi MM I.

Proposisi MM I ini juga disebut model kue. Proposisi ini sering diungkapkan dengan pernyataan bahwa ukuran suatu kue tidak tergantung dari bagaimana kue itu dipotong (Ross, Wasterfield, Jordan, 1998, hal. 475). Kadang Proposisi ini juga disebut dengan MM *Debt Irrelevance Proposition*, hal ini karena pada kondisi ideal, kebijakan hutang suatu perusahaan tidak perlu dipikirkan oleh para pemegang saham (Brealey, Myers, Marcus, 2001, hal. 429).

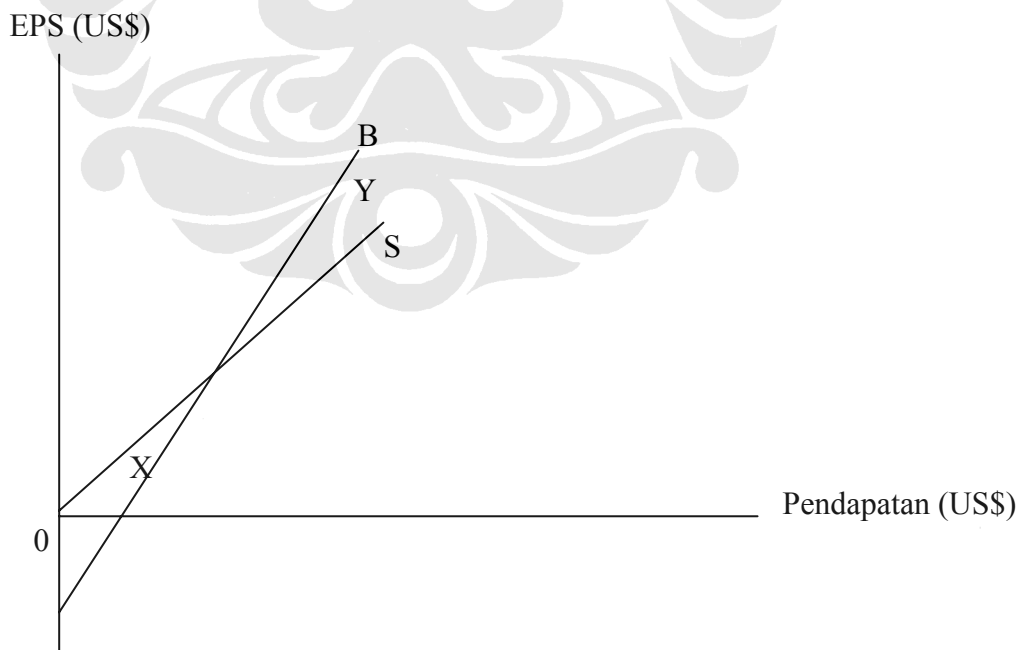
Proposisi MM I dapat diilustrasikan sebagai berikut. Suatu perusahaan memiliki nilai US\$ 1 Juta yang semuanya terdiri dari modal sendiri dengan jumlah saham beredar sebanyak 100 Ribu lembar dengan harga per lembarnya US\$ 10. Setelah itu dilakukan restrukturisasi modal dengan menjual US\$ 500 Ribu modal sendiri dan mengambil hutang dengan jumlah yang sama. Dengan demikian jumlah nilai perusahaan yang sekarang merupakan gabungan hutang dan modal sendiri tetap US\$ 1 Juta. Kemudian, kepentingan pemegang saham juga tidak berubah. Dari harta pemegang saham yang tadinya berupa saham atau modal sendiri berjumlah US\$ 1 Juta, sekarang tetap bernilai sama namun dalam bentuk yang berbeda. Sekarang pemegang saham memiliki saham senilai US\$ 500 Ribu ditambah uang kas hasil penjualan saham sejumlah US\$ 500 Ribu pula. Dengan demikian terlihat bahwa kepentingan pemegang saham tidak terganggu oleh kebijakan struktur modal yang diambil manajemen perusahaan.

Proposisi MM I ini bisa terlaksana dengan satu asumsi utama, yaitu setiap orang dapat meminjam hutang dengan biaya yang sama murahannya dengan perusahaan. Jika asumsi ini tidak terpenuhi, maka akan lebih mudah untuk menunjukkan bahwa perusahaan akan dapat meningkatkan nilainya dengan

melakukan peminjaman. Jika diasumsikan seseorang membeli saham dengan pinjaman, maka ketika biaya meminjam perorangan lebih mahal, maka orang tersebut akan tidak memilih untuk menambah sahamnya di perusahaan, dan untuk menambah dana, cukup meminjam melalui perusahaan yang biayanya lebih rendah dari perorangan. Asumsi utama Proposisi MM I pada kenyataannya memang dapat terjadi. Asumsi lainnya dari Proposisi MM I adalah ketiadaan pajak perusahaan dan ketiadaan biaya-biaya transaksi.

Proposisi MM I memang menyebutkan bahwa nilai perusahaan tetap sama pada kondisi struktur modal yang berbeda-beda. Namun, dalam hal hasil (*return*), tetap terdapat perbedaan antara hasil dengan struktur modal dengan semua modal sendiri dan struktur modal dengan adanya hutang. Pada kondisi normal hingga kondisi terbaik, hasil dengan struktur modal dengan hutang lebih tinggi daripada hasil pada struktur dengan semua modal sendiri. Sedangkan pada kondisi buruk, hasil pada struktur modal dengan hutang lebih kecil daripada hasil pada struktur modal dengan semua modal sendiri. Hal ini dapat dilihat pada Gambar 2.1.

**Gambar 2.1 EPS dan Pendapatan pada Struktur Modal dengan Penggunaan Hutang dan Semua Modal Sendiri**



(Sumber : Ross, Westerfield, Jaffe, 2005, hal. 406)

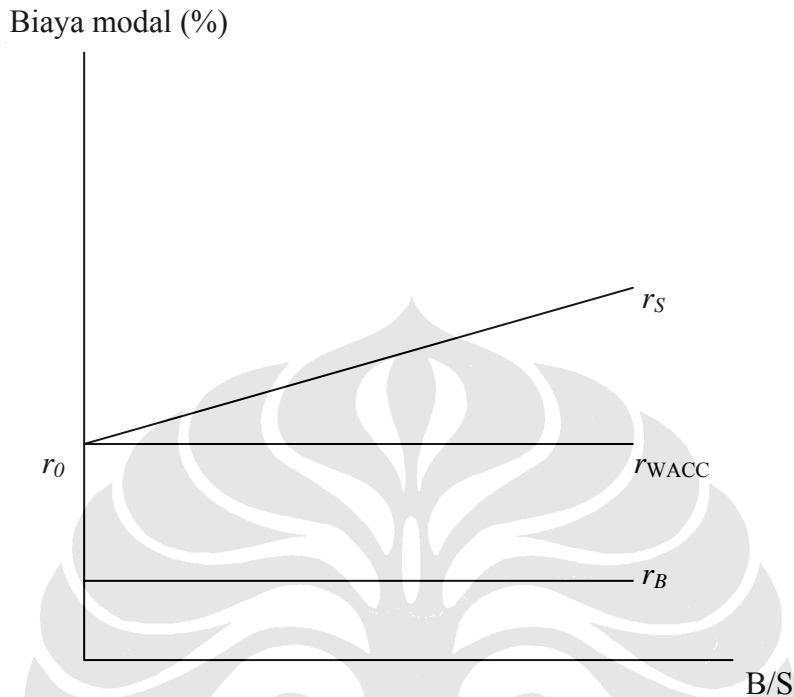
Pada Gambar 2.1, garis B adalah hubungan antara EPS dan pendapatan pada struktur modal dengan hutang. Sedangkan garis S adalah hubungan antara EPS dan pendapatan pada struktur modal dengan semua modal sendiri. Daerah Y, adalah kondisi saat penggunaan hutang menguntungkan. Sedangkan daerah X, adalah kondisi saat penggunaan hutang tidak menguntungkan.

Kalau dilihat sekilas, seolah-olah Proposisi MM I tidak berlaku karena ternyata pada suatu waktu penggunaan hutang lebih menguntungkan dan pada kondisi lain lebih merugikan. Namun sebenarnya tidak demikian. Kondisi penggunaan hutang yang pada kondisi buruk merugikan dan pada kondisi bagus menguntungkan menunjukkan risiko yang lebih tinggi dari saat struktur modal semuanya modal sendiri.

Struktur modal yang berbeda-beda ternyata berimplikasi terjadinya perbedaan pendapatan dan juga perbedaan risiko. Oleh karena kondisi seperti ini, maka MM mengeluarkan Proposisinya yang kedua. Isi Proposisi MM II adalah, hasil yang diharapkan pada modal sendiri berhubungan positif dengan hutang, karena risiko para pemegang saham ikut meningkat seiring dengan meningkatnya hutang. Proposisi MM II ini tidak bertentangan dengan Proposisi MM I. Peningkatan risiko diimbangi dengan peningkatan pendapatan. Hasilnya tetap seperti pada Proposisi MM I, nilai perusahaan tetap tidak berubah dengan perubahan struktur modal. Hal ini dapat dilihat dari biaya modal rata-rata tertimbang atau  $r_{WACC}$ . Perubahan struktur modal yang menyebabkan berubahnya hasil yang diharapkan terhadap modal sendiri atau biaya modal sendiri ( $r_S$ ), tetap tidak merubah nilai  $r_{WACC}$ .

Kebijakan struktur modal bisa juga berarti kebijakan mengubah rasio hutang terhadap modal sendiri (B/S). Seperti telah disebutkan sebelumnya, semakin tinggi hutang atau semakin tinggi B/S, maka  $r_S$  juga akan semakin meningkat. Peningkatan B/S tidak mengubah  $r_{WACC}$ . Dalam kondisi dengan asumsi tanpa pajak ini besarnya  $r_{WACC}$  sama dengan besarnya biaya modal pada saat struktur modal perusahaan berupa semua modal sendiri ( $r_0$ ). Pada kondisi ini biaya hutang ( $r_B$ ) lebih rendah daripada  $r_0$ . Hubungan semua biaya modal ini dengan struktur modal atau dalam hal ini B/S dapat dilihat pada gambar 2.2.

**Gambar 2.2 Hubungan Berbagai Biaya Modal terhadap Struktur Modal Berdasarkan Proposisi MM II**



(Sumber : Ross, Westerfield, Jaffe, 2005, hal. 412)

Kedua Proposisi MM yang telah disebutkan memiliki asumsi tidak adanya pajak dan juga tidak ada biaya-biaya agen dan biaya kebangkrutan. Pada dunia usaha yang sebenarnya, terdapat pajak dan biaya-biaya transaksi, kebangkrutan dan biaya-biaya bahaya keuangan lainnya. Keberadaan pajak tentunya mempengaruhi Proposisi MM sebelumnya. Dengan adanya pajak, khususnya pajak perusahaan, maka perubahan struktur modal akan mempengaruhi nilai dari perusahaan. Pajak perusahaan biasanya dihitung dari keuntungan perusahaan. Sedangkan keuntungan perusahaan didapat dari pendapatan dikurangi berbagai biaya. Keberadaan hutang menimbulkan suatu biaya baru. Biaya tersebut adalah biaya bunga hutang. Dengan adanya biaya hutang, maka keuntungan akan mengecil. Keuntungan yang mengecil menyebabkan pajak yang harus dibayar oleh perusahaan menjadi berkurang. Pajak yang dibayarkan mengecil berarti merupakan suatu keuntungan bagi perusahaan. Keuntungan pajak karena adanya hutang disebut dengan pelindung pajak (*tax shield*). Pelindung pajak ini kemudian

dibuat nilai sekarangnya untuk dimasukkan ke dalam perhitungan nilai perusahaan. Dengan adanya pajak perusahaan, maka nilai perusahaan dengan struktur modal dengan hutang menjadi gabungan antara nilai perusahaan dengan struktur modal semua modal sendiri dan nilai sekarang dari pelindung pajak. Artinya penggunaan hutang secara maksimal akan memaksimalkan nilai perusahaan pula. Selain itu peningkatan nilai hutang juga mengakibatkan penurunan nilai  $r_{WACC}$ . Biaya modal dengan pengaruh pajak perusahaan ini diungkapkan MM pada makalahnya pada tahun 1963 yang merupakan revisi dari saat mereka pertama kali mengemukakan teori biaya modal dan struktur modal pada tahun 1958.

### 2.3 Modal Menurut Islam

Islam mengenal konsep harta dan konsep modal. Pengertian *maal* (harta) tidak sama dengan *ra'sul maal* (modal pokok) dalam konsep Islam. Harta bersifat lebih umum, sedangkan modal pokok (modal) adalah bagian dari harta yang mempunyai nilai, terakumulasi, dan dapat berkembang selama mengoperasikannya di bidang-bidang yang bermanfaat dan berperan serta dalam aktivitas ekonomi (Syahatah, 2001, hal. 127).

Paling tidak ada dua dalil yang menjelaskan tentang modal. Dalil pertama adalah firman Allah SWT pada surat Al Baqarah ayat 274 yang artinya adalah : “Dan jika kalian bertaubat (dari pengambilan riba) maka bagimu pokok hartamu (*ru'usu amwalikum*), kamu tidak menganiaya dan tidak pula dianiaya.” Dalil berikutnya adalah Hadits Shahih Bukhari dan Muslim yang berbunyi : “Seorang mukmin itu bagaikan seorang pedagang, dia tidak akan menerima laba sebelum ia mendapatkan modalnya (*ra'sul maal*). Demikian juga, seorang mukmin tidak akan mendapatkan amalan-amalan sunnahnya sebelum ia menerima amalan-amalan wajibnya.”

Masih menurut Syahatah pada bukunya *Usul Al Fikri Al Muhasabi Al Islami* (2001, hal. 130), modal memiliki empat syarat, yaitu harus dimiliki secara penuh, harus mempunyai nilai tukar, harus dapat dimanfaatkan secara syar'I, dan

ada niat yang dapat membedakan jenis aktivitas, seperti perdagangan, industri, dan pertanian. Selain itu ada pula empat kaidah mengenai modal ini.

Kaidah modal pertama adalah memberikan nilai dan universal (*tamwil* dan *syumul*). Modal harus memberikan nilai, yaitu memiliki nilai tukar di pasar bebas. Bisa saja terjadi, modal berada dalam naungan sebuah perusahaan dalam bentuk uang, barang milik, atau barang dagangan selama harta itu masih bisa dinilai dengan uang oleh pakar-pakar di bidang itu dan disepakati pula oleh mitra usaha. Modal juga bisa berbentuk manfaat, yang biasa disebut modal non materi (*ushul ma'nawiyah/goodwill*), misalnya nama baik, hak-hak istimewa atau keahlian khusus.

Kaidah kedua adalah bernilai (*Mutaqwwim*). Modal harus bernilai dan dimanfaatkan secara syar'i. Harta-harta yang tidak bernilai secara syar'i antara lain khamar, babi dan hal-hal yang diharamkan lainnya. Oleh karena itu, barang-barang haram tersebut tidak bisa dimasukkan sebagai modal.

Kaidah ketiga adalah penguasaan dan kepemilikan yang sempurna. Modal haruslah dikuasai dan dimiliki secara sempurna sehingga bebas digunakan dalam bertransaksi. Misalnya suatu harta dijadikan jaminan atas sesuatu, maka harta tersebut tidak bisa dianggap modal. Atau uang pinjaman yang masih ada kewajiban untuk membayarkannya di kemudian hari, hal ini tidak termasuk modal.

Kaidah keempat adalah keselamatan dan keutuhan modal. Islam sangat memperhatikan keselamatan modal seperti yang diungkapkan oleh hadits Bukhari dan Muslim yang telah disebutkan. Kalau modal belum kembali, maka laba tidak dibagikan terlebih dulu. Artinya hasil dari usaha dikembalikan dulu sebagai pengganti modal, baru setelah itu laba dibagikan.

#### **2.4 Nilai Uang dan Nilai Ekonomis Waktu Menurut Islam**

Teori kebijakan struktur modal erat kaitannya dengan nilai uang dan waktu. Di dalam konsep keuangan konvensional, dikenal istilah nilai waktu dari uang. Hal ini erat kaitannya dengan suku bunga sehingga tidak dipakai dalam penelitian ini.

Di keuangan syariah, dikenal adanya konsep nilai ekonomis waktu. Hal ini tentu saja berkaitan erat dengan nilai uang itu sendiri.

Perubahan nilai uang seiring berubahnya waktu sudah menjadi kenyataan yang ada. Ketika seseorang meminjamkan uang untuk jangka waktu singkat dan terutama panjang, maka nilai uang tersebut saat diterima kembali akan lebih rendah dari nilai semula, walaupun angka atau nominalnya sama. Status hukum dari praktek perubahan nilai uang ini masih menjadi perbedaan pendapat di antara para ulama. Berikut ini akan dijelaskan pandangan beberapa ulama mengenai nilai uang dan nilai ekonomis waktu.

#### **2.4.1 Pendapat Shadiq Abdurrahman Al Gharyani**

Dalam kumpulan fatwanya yang berjudul *Fatawa Al Mu'amalat Asy Syai'at*, Al Gharyani membahas nilai uang dan hubungannya dengan waktu. Menurut Al Gharyani (2005, hal. 124), hakekat meminjam adalah bentuk barangnya bukan nilainya. Artinya jika seseorang meminjam seribu dinar, maka dia wajib mengembalikan seribu dinar. Jika seseorang meminjam 1 kg emas, maka dia wajib mengembalikan 1 kg emas, walaupun nilainya mungkin sudah berubah dari 1000 dinar menjadi 2000 dinar.

Mengembalikan barang tidak sesuai nilainya melainkan dengan bentuknya ternyata ada pengecualiannya. Dalam kondisi saat pengembalian mata uang yang dipinjamkan dahulu sudah tidak berlaku lagi, maka wajib bagi si peminjam mengembalikan uang sesuai nilai saat meminjam. Misalkan seseorang meminjam 1000 dinar senilai 1 kg emas, maka ketika mengembalikan dinar sudah tidak berlaku, maka peminjam harus menggantinya dengan mata uang yang baru senilai 1 kg emas.

#### **2.4.2 Pendapat Ahmad Hasan**

Pandangan komprehensif mengenai perubahan nilai uang dikemukakan oleh Ahmad Hasan dalam bukunya *Al Araq Al Naqdiyah fi Al Iqtishad Al Islamiy*



(*Qimatuha wa Ahkamuha*). Hasan membahas permasalahan perubahan nilai uang ke dalam tiga bagian. Tiga bagian tersebut akan dibahas berikut ini.

#### **2.4.2.1 Perubahan Nilai Harga Dinar dan Dirham Murni**

Mata uang pada awal penciptaannya (*al khilqiyah*) terbuat dari emas (dinar) dan perak (dirham). Adanya sedikit campuran tembaga tidak mempengaruhi status keduanya karena hal tersebut tidak bisa dihindari. Oleh sebab itu, hukumnya sama dengan dinar dan dirham murni (Hasan, 2005, hal. 289). Hukum fiqh terhadap perubahan uang jenis ini dapat dibagi tiga kondisi, yaitu saat uang tidak dapat dibelanjakan, turun naiknya harga uang, dan kehabisan pasokan uang (*al inqitha*).

Ulama sepakat bahwa dalam keadaan uang tidak dapat dibelanjakan, hutang yang ada pada *dzimmah*<sup>4</sup>, kemudian pemerintah membatalkan transaksi dengan menggunakan uang-uang tersebut, sementara uang itu masih ada, sedangkan nilainya naik atau anjlok, maka orang yang berhutang tidak diwajibkan melunasi hutang tersebut menggunakan uang yang lain. Hal ini disebabkan jenis uang ini masih memiliki nilai intrinsik sebagai benda, yaitu sebagai emas dan perak.

Kemudian pada saat naik atau turunnya harga uang jenis ini. Hal ini dianggap sudah sifatnya mencari titik keseimbangan secara spontan. Pada jenis uang ini, biasanya diberi kebebasan untuk mengubah uang ke dalam bentuk batangan atau sebaliknya.

Pada kondisi berikutnya adalah kehabisan pasokan uang. Ulama telah sepakat, apabila hutang yang ada pada *dzimmah* berlatar belakang penjualan, pinjaman, penyewaan, atau maskawin yang berjangka, sedangkan hutangnya berbentuk dinar dirham murni, namun setelah itu uang tersebut tidak ditemukan lagi di pasar, maka yang wajib dibayar adalah nilainya saja. Ulama Syafi'I dan Hambali menambahkan syarat bahwa pembayarannya dari jenis berbeda, karena khawatir jatuh ke dalam hukum riba.

---

<sup>4</sup> *Dzimmah* adalah tanggungan, seperti penjualan dan sewa menyewa.

#### **2.4.2.2 Perubahan Nilai Harga Dinar dan Dirham *Al Maghsyusyah* dan *Al Fulus* (Uang Menurut Istilah)**

Jenis uang ini biasanya memiliki angka nominal yang lebih besar daripada nilai intrinsiknya. Oleh karena itu, perubahan harga sangat potensial terjadi padanya. Para ulama memperinci hukumnya ke dalam empat kondisi.

Kondisi pertama adalah uang tidak dapat dibelanjakan secara umum, yaitu saat uang tersebut sudah tidak digunakan lagi untuk bertransaksi di seluruh negeri dan digantikan dengan jenis mata uang yang baru. Dalam kondisi ini, ternyata para ulama banyak berbeda pendapat. Dalam hal ini Hasan (2005, hal. 298) berpendapat bahwa pendapat yang lebih kuat adalah pendapat yang mewajibkan pengembalian hutang menggunakan nilai harga saja, bukan persamaan benda. Hal ini disebabkan nilai uang dinar dan dirham yang tidak murni, tidak dipandang dari kebendaannya saja. Akan tetapi nilai tersebut ditetapkan oleh pasar yang melebihi nilai asli benda tersebut. Selama pasar masih memberlakukan uang tersebut, kekuatan nilai beli uang tersebut masih utuh. Sebaliknya jika pasar sudah tidak memberlakukannya lagi, maka kekuatan daya belinya sudah tidak sama lagi seperti sebelumnya. Oleh karena itu, jika pengembalian pinjaman menggunakan uang yang serupa dari segi kebendaannya tidak memungkinkan lagi maka pengembalian tersebut hanya dengan persamaan nilainya saja.

Kondisi berikutnya adalah uang tidak berlaku lagi secara lokal. Yang dimaksud dengan hal ini adalah berlakunya uang hanya di sebagian daerah saja. Kondisi ini hanya dijelaskan oleh Ulama Hanafiyah saja. Kontrak dengan uang seperti ini sah hukumnya. Namun si penjual berhak memilih antara mengambil persamaan uang dirham yang telah disepakati waktu transaksi atau mengambil nilainya saja dari mata uang lain.

Berikutnya adalah kondisi kehabisan pasokan uang. Dalam kondisi ini para ulama juga berbeda pendapat. Ulama Maliki dan Syafi'iyah berpendapat apabila uang tersebut memiliki persamaan, maka wajib membayarnya dengan persamaan tersebut. Namun jika tidak ada persamaan, maka hanya wajib membayar nilainya saja. Menurut Maliki penaksiran dilakukan dengan harga kapan terakhir jenis mata uang tersebut digunakan pasar. Sedangkan menurut

Syafi'iyah ditaksir sesuai dengan harga waktu penagihan pembayaran. Imam Abu Hanifah berpendapat bahwa kontrak penjualan menjadi tidak sah dan diwajibkan mengembalikan barang penjualan jika masih utuh. Atau bisa juga dengan persamaannya atau nilainya jika tidak ada persamaan. Abu Yusuf berpendapat pembayaran tersebut harus dengan nilai uang yang pasokannya habis di pasaran dan dihitung dari awal transaksi. Muhammad bin Hasan berpendapat dan diperkuat oleh ulama Hanafiyah dan Hanabilah, bahwa pembayaran harus dengan nilai uang tersebut, yang dihitung sesuai hari terakhir uang itu masih ada di pasaran. Sebab, itulah saatnya perpindahan dari benda uang kepada nilainya. Ahmad Hasan sendiri berpendapat kondisi kehabisan pasokan uang jenis ini sudah tidak akan terjadi lagi di masa sekarang, karena uang bisa dicetak sesuai kebutuhan tanpa adanya *backing* emas dan perak.

Kondisi berikutnya adalah naik turunnya harga atau inflasi. Ada tiga pendapat mengenai hal ini. Pertama, adalah pendapat jumhul ulama yang terdiri dari pendapat masyhur ulama Maliki, Abu Hanifah, Ulama Syafi'I dan Hambali. Mereka berpendapat bahwa pembayar hutang berdasarkan kesamaan dan bukan nilai harga. Oleh karena itu, orang yang berhutang hanya diwajibkan membayar uang yang telah ditentukan pada kontrak saja, terlepas dari kondisi naik turunnya harga. Abu Yusuf berpendapat bahwa ketika terjadinya naik turun harga, orang yang berhutang diwajibkan membayar nilai mata uang tersebut. Oleh karena itu, apabila hutang tersebut berasal dari harga pembelian, maka nilainya ditaksir sesuai harga ketika transaksi. Jika hutang tersebut berasal dari pinjaman biasa, maka nilainya ditaksir sesuai hari peminjaman uang tersebut. Kemudian, pendapat ulama Maliki yang tidak masyhur adalah jika perubahan harga sangat transparan, misalnya penurunan nilai beli mata uang sangat jauh, maka hutang tersebut harus dibayar dengan nilainya saja dengan mentaksir harga sesuai waktu dilakukannya transaksi. Namun jika perubahan tersebut hanya dengan angka yang kecil, maka pembayaran tersebut tetap menggunakan persamaan nilai.

### **2.4.2.3 Perubahan Nilai Mata Uang Kertas**

Uang kertas merupakan jenis uang yang paling banyak digunakan saat ini. Jenis uang ini nilai intrinsiknya hampir mendekati nol dan jauh di bawah dinar dirham tidak murni apalagi dinar dirham murni. Kondisi perubahan nilai uang jenis ini akan dibahas dalam dua kondisi.

Kondisi pertama adalah saat mata uang sudah tidak berlaku lagi. Saat hal ini terjadi, uang kertas tidak hanya mengalami penurunan harga, tetapi kehilangan harga sampai mencapai nol karena tidak ada nilai intrinsiknya. Oleh karena itu, hukum yang tepat untuk hal ini adalah dengan menyamakannya dengan hukum saat uang dinar dan dirham tidak murni kehabisan pasokan. Dengan demikian, dalam kondisi ini mata uang kertas tidak sah membayar hutang berdasarkan persamaan.

Kondisi berikutnya adalah turun naiknya harga uang kertas. Hukum kondisi ini pada mata uang kertas disamakan dengan saat terjadi naik turun harga pada dinar dan dirham tidak murni. Tidak ada perbedaan hukum di antara keduanya, hanya saja kemungkinan terjadi penurunan harga pada mata uang kertas lebih besar daripada kemungkinan yang sama di uang dinar dan dirham tidak murni.

Selain pendapat-pendapat yang telah dijelaskan sebelumnya, masih banyak pendapat-pendapat ulama, baik ulama terdahulu dan terutama ulama-ulama kontemporer tentang nilai uang dan hubungannya dengan keekonomisan waktu. Ulama-ulama kontemporer yang terkenal dengan masalah ini misalnya dalah Muhammad Fahti Al Darini dan Syaikh Mustafa Al Zarqa. Pendapat mereka turut menambah khasanah ilmu keuangan Islam terutama yang berhubungan dengan nilai uang dan keekonomisan waktu.

## **2.5 Metode Penilaian Proyek/Perusahaan**

Terlepas dari perbedaan pendapat di kalangan ulama mengenai perubahan nilai uang dan nilai ekonomis waktu, maka tidak ada larangan untuk melakukan estimasi-estimasi terhadap nilai uang suatu sesuatu proyek/perusahaan. Teori-

teori tentang kebijakan struktur modal selalu mengkaitkan struktur modal dengan nilai proyek/perusahaan. Untuk menghitung nilai tersebut diperlukan metode-metode tersendiri.

Metode penilaian proyek/perusahaan yang paling sering dipakai adalah NPV. Metode ini dipakai terutama untuk perusahaan dengan semua modal sendiri. NPV merupakan metode untuk mencari selisih antara nilai sekarang dari aliran kas neto (*proceeds*) dengan nilai sekarang dari suatu investasi (*outlays*) (Martono, 2001, hal. 144). Saat perusahaan memilih proyek dengan NPV tertinggi, maka saat itu nilai perusahaan dalam keadaan tertinggi, demikian pula sebaliknya. Hal ini sesuai dengan *The Net Present Value rule* yang berbunyi "*The Net Present Value rule states that managers increase shareholders' wealth by accepting all projects that are worth more than they cost. Therefore, they should accept all projects with a positive Net Present Value*" (Brealey, Myers, Marcus, 2001, hal. 166).

Salah satu komponen utama dari metode NPV adalah tingkat diskon. Tingkat diskon diperlukan untuk menghitung nilai sekarang dari arus kas. Pemilihan tingkat diskon sangat penting, sebab bisa terjadi NPV suatu proyek negatif jika menggunakan tingkat diskon, namun saat menggunakan tingkat diskon lain NPV menjadi positif. Menurut Ibrahim (1998, hal. 142) tingkat diskon yang sesuai adalah *social opportunity cost of capital* (SOCC). Untuk perusahaan dengan semua modal sendiri, maka biaya modal yang menjadi tingkat diskon adalah  $r_0$ .

Selain metode penilaian untuk perusahaan dengan struktur modal semua modal sendiri, ada pula metode penilaian untuk perusahaan yang berstruktur modal dengan hutang. Salah satunya adalah metode FTE. Jika pada arus kas yang digunakan adalah UCF (*Unlevered Cash Flow*), maka pada FTE arus kas yang digunakan adalah LCF (*Levered Cash Flow*). Selain itu tingkat diskon yang digunakan pada metode ini adalah  $r_s$ . Selain FTE, metode lain yang biasa digunakan untuk menghitung nilai proyek/perusahaan dengan hutang adalah metode APV dan NPV-WACC. Metode FTE ini dipilih karena dianggap lebih mampu menampilkan kekhasan keuangan Migas karena menggunakan LCF

sebagai arus kas. Hal ini berbeda dengan kedua metode lainnya yang menggunakan UCF sebagai arus kasnya.

Pada umumnya, para ilmuwan Muslim memakai metode-metode yang telah disebutkan sebelumnya untuk menghitung nilai proyek/perusahaan. Perbedaan yang terjadi hanya sebatas penyesuaian konsep konvensional dengan instrumen-instrumen keuangan syariah, seperti yang diungkapkan Tomkins dan Karim ([www.financeinislam.com](http://www.financeinislam.com)) bahwa pada instrumen mudharabah (pembiayaan), WACC adalah hasil yang diharapkan dari rekan Mudharabah dan sisa pemegang saham tertimbang. Ilmuwan Muslim lainnya pada [www.islamibankbd.com](http://www.islamibankbd.com), membuat suatu rumus untuk tingkat diskon yang disebutkan berguna untuk penilaian modal di bawah perekonomian Islam. Tingkat diskon itu didapat dari hasil yang diharapkan yang berupa efisiensi marginal dari investasi ditambah dengan perkalian antara persentasi nisbah bagi hasil dengan persentasi biaya produksi relatif terhadap investasi.

## **2.6 Analisis Skenario**

Seringkali, NPV yang dihasilkan dari perhitungan meleset pada kenyataannya. Suatu metode yang disebut analisis skenario dapat membantu mengurangi hal tersebut. Analisis skenario adalah perhitungan apa yang akan terjadi pada estimasi NPV saat seseorang bertanya pertanyaan apa-jika (Ross, Westerfield, dan Jordan, 1998, hal. 305). Sedangkan menurut Brealey, Myers, dan Marcus (2001, hal. 236), analisis skenario adalah analisis proyek dengan asumsi-asumsi berbagai kombinasi.

Pada umumnya pengambil keputusan terbagi atas tiga golongan, yaitu penghindar risiko, pengambil risiko, dan moderat. Skenario optimis berguna sebagai acuan bagi para pengambil risiko. Skenario normal sebagai acuan para pengambil keputusan yang bersifat moderat. Dan, skenario pesimis sebagai acuan para penghindar risiko.

## **2.7 Penelitian Sebelumnya**

Untuk membantu penelitian ini maka diperlukan penelitian-penelitian sebelumnya sebagai referensi. Penelitian sebelumnya tentang perbandingan penggunaan pembiayaan musyarakah dan modal sendiri dalam kebijakan struktur modal tidak ditemui. Hal ini kemungkinan disebabkan karena pihak yang melakukan penelitian seperti ini biasanya adalah perusahaan-perusahaan yang hasil penelitiannya jarang dipublikasikan. Namun demikian, penelitian mengenai kebijakan struktur modal dengan pembiayaan syariah pada perusahaan ada ditemukan, yaitu penelitian Al Deehani. Selain itu, terdapat pula penelitian mengenai biaya modal bandara-bandara di Selandia Baru, yang dilakukan oleh Bowman.

### **2.7.1 Penelitian Al Deehani**

Al Deehani seorang ilmuwan dari Kuwait memunculkan paradigma baru dalam teori kebijakan struktur modal, terutama yang berhubungan dengan instrumen pembiayaan syariah. Al Deehani melakukan penelitian mengenai kebijakan struktur modal terhadap perusahaan – perusahaan yang berupa bank-bank Islami yang mempunyai kewajiban kontrak bagi untung (pembiayaan). Dalam penelitiannya, Al Deehani menyebutkan bahwa teori-teori struktur modal yang didiskusikan di literatur keuangan perusahaan modern mengasumsikan bahwa pendanaan hanya dapat dilakukan melalui hutang dan modal sendiri. Hal tersebut tidak bisa disamakan di bank-bank (perusahaan-perusahaan) Islami ([www.gust.edu.kw](http://www.gust.edu.kw)). Bank-bank Islam ini menggunakan dana yang berada di pos investasi, dan bukan hutang, sebagai sumber utama dari pembiayaan eksternal. Hutang bukan menjadi bagian struktur modal, namun modal sendiri tetap menjadi bagian dari struktur modal.

Menurut Al Deehani, dalam kasus bank Islami, depositor (investor) tidak dijamin dengan pendapatan yang tetap dan juga tidak bisa dianggap sebagai kewajiban. Oleh karena itu, depositor (investor) tidak mendapat klaim pertama (seperti yang terjadi pada hutang) dari pendapatan atau aset bank. Depositor

(investor) menghadapi risiko yang sama seperti yang dihadapi oleh para pemegang saham. Oleh karena itu, tidak ada alasan bagi para pemegang saham untuk meminta risiko keuangan yang lebih (*financial risk premium*). Rasio kapitalisasi modal yang digunakan untuk menghitung WACC bagi bank Islami, seharusnya tidak ikut meningkat dengan meningkatnya pos pembiayaan investasi.

Al Deehani melakukan penelitian laporan keuangan dari 12 bank Islami. Dari hasil penelitiannya itu, dihasilkan tiga buah Proposisi, yaitu :

1. Jika peningkatan pada pos pembiayaan investasi menghasilkan pendapatan yang positif, maka hal ini akan meningkatkan nilai pasar dari bank Islami tanpa menambah risiko keuangan pada bank. Hal ini disebabkan adanya hubungan kontrak antara pemilik investasi (klien/investor) dan bank Islami. Nilai pasar bank berarti menjadi tidak independen terhadap kebijakan struktur modal. Atau dengan kata lain kebijakan struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Hal ini berarti *MM Debt Irrelevance Proposition* atau Proposisi MM I tidak berlaku.
2. Karena mereka (investor pembiayaan bagi hasil) tidak menikmati klaim pertama pada aset bank, dan karena mereka juga menghadapi tingkat risiko yang sama seperti para pemegang saham, para investor mengharapkan penghasilan yang sama. Oleh karena itu, biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) dari bank Islami adalah konstan. Dengan demikian, peningkatan pada pos investasi tidak mempengaruhi WACC. Atau dengan kata lain kebijakan struktur modal tidak mempengaruhi WACC. Hal ini berarti pandangan tradisional tentang struktur modal yang optimal (Teori Pertukaran) tidak berlaku pada kasus bank Islami.
3. Dengan hubungan kontrak antara investor dan pemegang saham, jika terjadi peningkatan pada pembiayaan investasi menghasilkan pendapatan yang positif, maka hal ini akan meningkatkan tingkat penghasilan pada modal sendiri (*rate of return on equity*) tanpa tambahan risiko keuangan bagi bank Islami. Dengan semua bukti penelitian yang di dapat, maka Al Deehani berpendapat bahwa Teori MM dan Teori Pertukaran yang merekomendasikan pendanaan dari hutang tidak bisa disamakan pada kasus bank Islam.



### 2.7.2 Penelitian Bowman

Bowman (comcom.govt.nz) dari *Network Economic Consulting Group* (NECG) Selandia Baru melakukan penelitian tentang biaya modal bandara-bandara di Selandia Baru. Bisnis bandara di Selandia Baru (dan juga di negara lainnya) merupakan bisnis yang padat investasi, rasio biaya tetap yang tinggi serta biaya variabel yang rendah. Dengan kondisi ini, Bowman mencoba untuk mencari tingkat biaya modal yang tepat.

Masalah pertama yang ditemui Bowman adalah pemilahan aktivitas bandara. Hal ini dilakukan karena adanya perbedaan tingkat risiko dalam perbedaan aktivitas. Secara teori, hal ini cukup mudah, namun dalam praktek melakukan hal ini ternyata sulit sekali. Ketidacermatan dalam memilah aktivitas akan mempengaruhi hasil akhir penelitian.

Masalah berikutnya yang dihadapi adalah menentukan model biaya modal yang dalam hal ini adalah WACC. Menurut Bowman, ada beberapa kontroversi dan model dari model perhitungan WACC. Tapi ternyata di New Zealand ada konsensus untuk memakai model tertentu. Kemudian untuk mencari *cost of equity* ( $r_S$ ), Bowman memakai CAPM.

Saat menggunakan CAPM, *risk free rate* harus ditentukan. Untuk itu digunakanlah obligasi pemerintah sebagai acuan. Saat menentukan obligasi mana yang cocok untuk dipakai, Bowman mengalami kesulitan. Ditentukan bahwa masa jatuh tempo obligasi yang dipilih harus sesuai dengan umur aset masih terus produktif. Ternyata ada aset yang masa produktifnya bisa lebih dari 50 tahun. Kemudian bagaimana pula dengan asset yang masa produktifnya hanya setengah dari umur aset itu sendiri. Jika obligasi yang dipilih harus memiliki jatuh tempo yang sama dengan umur produktif aset, apakah obligasi jenis ini tersedia. Ternyata menentukan *risk free rate* tidak semudah teori yang ada.

Masalah lain yang ditemukan Bowman adalah saat menentukan *post tax market risk premium* (PTMRP), masih dalam rangka perhitungan CAPM. Nilai ini adalah estimasi dan sulit untuk diobservasi. Menurut Bowman nilai ini biasanya 9% di Selandia Baru. Sayangnya tidak ada justifikasi resmi untuk estimasi ini. Pilihan lain adalah mengikuti nilai dari Australia ataupun Inggris sebagai acuan.

Namun masalah lainnya adalah model CAPM yang menggunakan PTMRP, hanya Selandia Baru yang menerapkannya. Akhirnya Bowman memakai estimasinya sendiri, yaitu 8%.

Masalah berikutnya yang dihadapi adalah penentuan risiko sistematis atau  $\beta$ . Untuk perusahaan yang terdaftar di bursa efek, mencarinya nilainya adalah dengan menggunakan *time series* terhadap *return* perusahaan tersebut. Permasalahannya, tidak semua bandara terdaftar di bursa efek. Sedangkan yang terdaftar, datanya kurang mencukupi karena masih terbilang baru tercatat di bursa efek. Selain itu hasil yang tercatat adalah hasil keseluruhan perusahaan, tidak berdasarkan aktivitas.

Untuk menghitung  $\beta$  dengan keterbatasan tersebut, maka Bowman dihadapkan pada beberapa pilihan. Pilihan pertama adalah dengan memakai  $\beta$  dari perusahaan sejenis, misalnya dari bandara di Inggris. Pilihan kedua adalah dengan memfokuskan risiko sistematis pada *free cash flows*. Pilihan ketiga adalah dengan memakai *range*  $\beta$  dari penelitian sebelumnya oleh pihak lain walaupun diketahui ada bias di sana. Ketiga pilihan ini memiliki kelemahan sehingga akhirnya Bowman melakukan estimasi menurut dirinya sendiri.

Permasalahan berikutnya yang dihadapi Bowman adalah menentukan proporsi nilai ekuitas dan nilai hutang. Apakah yang dimasukkan adalah proporsi sekarang, proporsi yang ditargetkan, atau proporsi optimal. Bowman berpendapat bahwa WACC adalah bertipe *forward looking*, sehingga proporsi ekuitas dan hutang yang dipakai adalah proporsi yang ditargetkan.

Selanjutnya yang perlu diperhitungkan adalah biaya hutang. Hutang bandara-bandara di Selandia Baru tidak aktif diperdagangkan sehingga suku bunga pasar tidak tersedia. Sebagai alternatifnya, Bowman menambahkan *risk free rate* dengan *debt premium*.

Setelah semua data terkumpul maka Bowman mencoba melakukan perhitungan estimasi WACC. Seperti telah dijelaskan sebelumnya ada beberapa parameter yang sulit didapatkan datanya karena kurangnya informasi. Namun demikian, nilai WACC, *cost of equity*, dan *cost of debt* tetap dapat ditentukan dengan dilakukannya pengestimasi beberapa parameter oleh Bowman.

Penelitian Bowman memiliki kontribusi tersendiri bagi penelitian ini. Hal mendasar yang perlu ditekankan dari penelitian Bowman adalah pentingnya data yang valid, akurat dan tersedia. Selain itu, dari sekian banyak rumus dan metode yang bisa digunakan dalam suatu penelitian, sebaiknya dipilih yang parameter-parameternya mudah didapat atau diestimasi. Bowman saat menentukan *cost of equity* ( $r_s$ ) memilih menggunakan CAPM daripada metode yang lebih sederhana, walaupun parameter-parameter yang diperlukan untuk itu sulit diestimasi pada prakteknya. Karena banyaknya estimasi yang bersifat subyektif, maka hasil perhitungannya pun menjadi bias. Penelitian yang dilakukan penulis tidak menggunakan CAPM untuk menghitung  $r_s$  karena dalam penelitian ini kendala yang dihadapi hampir sama dengan penelitian Bowman.

